

Podsumowanie ostatniej strategii

- W ciągu 39 dni wartość portfela wzrosła o **0,08%**.
- Wsparciem dla wyniku była przede wszystkim wypłata odsetek. Negatywny wpływ wywarła zmiana cen netto.
- Spadła cena prawie połowy posiadanych przez nas serii obligacji Skarbu Państwa.
- Kontynuujemy proces zabezpieczenia portfela przed pogorszeniem koniunktury rynkowej, inwestując w obligacje emitentów o wysokim WII.
- Wygasła seria obligacji Casus Finance (CAS0515), które w całym okresie przyniosły imponujący ponad 10% zysk. Do portfela wprowadziliśmy natomiast serie CAS1216 oraz CAS1117. Niedostateczna płynność pozwoliła nam na otwarciu tylko nieznacznej pozycji w tych papierach w poprzednim okresie.
- Benchmark osiągnął wynik lepszy niż portfel.**

Stopa zwrotu*: **10,72%**

Rentowność roczna:** **5,09%**

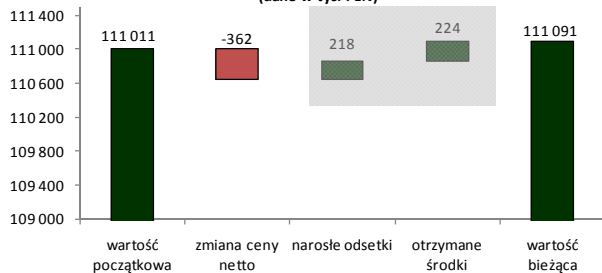
* w okresie ≈ 2.0 lat

** przy założeniu powtarzalności uzyskanego wyniku

Podstawowe założenia strategii inwestycyjnej:

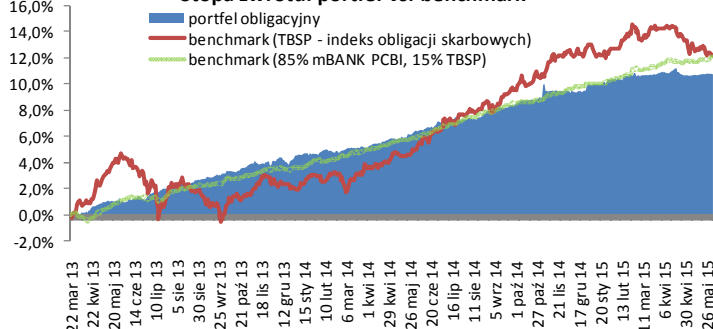
Wartość początkowa portfela w dniu 26 marca 2013 wynosiła 100 mln PLN. Portfel został skonstruowany głównie w oparciu o obligacje korporacyjne, a jego dopełnieniem są obligacje skarbowe. Udział poszczególnych emitentów nie powinien istotnie przekraczać poziomu 5% wielkości portfela. Emitenci są selekcjonowani wg kryterium „jakościowego”, które opiera się na Wewnętrznym Indeksie Inwestycyjnym (WII), będącym kombinacją kilku starannie wybranych wskaźników finansowych. Przy doborze obligacji uwzględniamy ich płynność, wielkość emisji oraz Indeks WWI.

Determinanty wzrostu wartości portfela
(dane w tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM BPS

Stopa zwrotu: portfel vs. benchmark



Źródło: Opracowanie DM BPS

Struktura terminowa i branżowa zapadalności obligacji

	do 1Y	do 2Y	do 3Y	3Y+	wszystkie
obligacje skarbowe	0,0%	7,8%	23,7%	7,5%	38,9%
bankowa	0,0%	0,0%	9,7%	12,2%	22,0%
paliwowa	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	10,0%
deweloperska	1,0%	6,2%	0,0%	0,0%	7,2%
wierzytelności	3,9%	3,1%	0,0%	0,0%	7,1%
energetyczna	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%
finanse	0,1%	4,9%	0,0%	0,0%	5,0%
chemiczna	1,5%	0,0%	0,0%	3,4%	4,9%
informatyczna	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Wynik w przekroju branżowym i struktura udziałów

	udział w portfelu	wkład w wynik [w PLN]	wkład w wynik
obligacje skarbowe	38,9%	-99 793	-125,2%
bankowa	22,0%	10 521	13,2%
paliwowa	10,0%	34 009	42,7%
deweloperska	7,2%	32 029	40,2%
wierzytelności	7,1%	44 199	55,5%
energetyczna	5,0%	15 965	20,0%
finanse	5,0%	17 567	22,0%
chemiczna	4,9%	25 189	31,6%
informatyczna	0,0%	0	0,0%
SUMA	100,0%	79 685	100,0%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Strategia obligacyjna – podsumowanie od 25 kwietnia 2015 do 02 czerwca 2015:

emitent	seria	nominał	ilość	wartość bieżąca* z 25.04.2015	wartość bieżąca* z 02.06.2015	zmiana wartości bieżącej	otrzymane środki**	łączny wynik [w PLN]	stopa zwrotu w okresie***	rentowność roczna	stopa zwrotu narastająco
BS Ostrów Maz.	BOM0221	1 000	1 000	1 031 070	1 026 600	-4 470		-4 470	-0,43%		14,42%
Bank BPS	BPS0718	1 000	671	679 086	660 304	-18 781		-18 781	-2,77%		5,38%
Bank BPS	BPS1122	100	21 696	2 205 398	2 103 644	-101 754	62 484	-39 270	-1,78%		6,53%
BS Biała Rawska	BRB0425	1 000	1 000	1 022 300	1 018 630	-3 670		-3 670	-0,36%		11,51%
BEST	BST0516	100	14 870	1 502 167	1 488 338	-13 829	23 643	9 814	0,65%		1,47%
SK Bank	BSW0721	1 000	1 000	1 005 530	985 360	-20 170		-20 170	-2,01%		12,01%
Casus Finance	CAS0515	100	359	36 912	0	-36 912	37 128	215	0,58%		3,32%
Casus Finance	CAS1216	100	582	58 203	59 940	1 737		1 737	2,99%		2,99%
Casus Finance	CAS1117	1 000	30	30 435	30 543	108	1 074	1 182	3,88%		3,88%
Dom Development	DOM0217	10 000	500	5 269 920	5 297 745	27 825		27 825	0,53%		12,89%
Energa	ENG1019	10 000	500	5 133 520	5 149 485	15 965		15 965	0,31%		6,64%
Getin	GNB0218	1 000	500	504 850	507 160	2 310		2 310	0,46%		11,53%
Getin	GNB0318	1 000	3 000	2 969 850	3 012 390	42 540		42 540	1,43%		10,76%
Getin	GNB0418	1 000	500	510 185	500 020	-10 165	13 785	3 620	0,71%		10,87%
Getin	GNB0518	1 000	1 000	1 023 470	1 001 160	-22 310	27 920	5 610	0,55%		10,87%
GPW	GPW0117	100	50 000	5 076 000	5 092 500	16 500		16 500	0,33%		7,20%
ING	ING1217	100 000	50	5 056 980	5 073 548	16 569		16 569	0,33%		6,77%
Kredyt Inkaso	KRI0615	1 000	2 000	2 075 080	2 091 300	16 220		16 220	0,78%		16,08%
Kredyt Inkaso	KRI0916	1 000	1 000	1 070 680	1 078 290	7 610		7 610	0,71%		15,99%
Kruk	KRU1116	1 000	2 000	2 096 340	2 085 580	-10 760	32 140	21 380	1,02%		8,36%
MW Trade	MWT1115	100	1 100	113 267	110 880	-2 387	3 454	1 067	0,94%		0,08%
PBS Sanok	PBS0720	1 000	2 500	2 559 750	2 574 825	15 075		15 075	0,59%		14,00%
PBS Sanok	PBS1021	100	23 000	2 237 210	2 268 490	31 280		31 280	1,40%		7,99%
PCC Rokita	PCR0615	100	15 000	1 530 150	1 527 750	-2 400		-2 400	-0,16%		9,87%
PCC Rokita	PCR0419	100	34 060	3 496 259	3 523 848	27 589		27 589	0,79%		2,71%
PGNiG	PGN0617	10 000	500	5 125 365	5 142 090	16 725		16 725	0,33%		7,02%
PKN Orlen	PKN0219	100 000	50	5 186 593	5 203 877	17 284		17 284	0,33%		6,45%
PRESCO	PRE0815	1 000	500	524 860	510 900	-13 960		-13 960	-2,66%		13,81%
Robyg	ROB0615	100	10 000	1 029 400	1 026 300	-3 100		-3 100	-0,30%		10,83%
Robyg	ROB0616	1 000	1 100	1 157 475	1 164 779	7 304		7 304	0,63%		13,49%
SBK Kraków	SBK1020	1 000	2 068	2 160 584	2 078 898	-81 686	61 564	-20 122	-0,93%		11,96%
Skarb Państwa	WZ0117	1 000	8 000	8 044 400	8 056 000	11 600		11 600	0,14%		5,74%
Skarb Państwa	WZ0118	1 000	4 532	4 489 173	4 556 473	67 300		67 300	1,50%		5,00%
Skarb Państwa	PS0417	1 000	18 852	19 985 571	19 999 521	13 950		13 950	0,07%		6,53%
Skarb Państwa	PS0418	1 000	3 090	3 269 838	3 258 992	-10 846		-10 846	-0,33%		7,24%
Skarb Państwa	DS1023	1 000	4 114	4 739 657	4 557 859	-181 798		-181 798	-3,84%		26,18%
wszystkie obligacje gotówka****				104 007 528 7 003 825	103 824 020 7 267 018	-183 508	263 193	79 685	0,08%	5,09%	10,72%
suma				111 011 353	111 091 038						

* uwzględniająca zmiany cen i narosłe odsetki, ale nie uwzględniająca odsetek otrzymanych

** obejmuje zarówno wpływy odsetkowe, jak i uzyskane prawa do odsetek oraz wykupione obligacje

*** nie uwzględniając kosztów transakcyjnych

**** uwzględnia nabyte prawa do odsetek

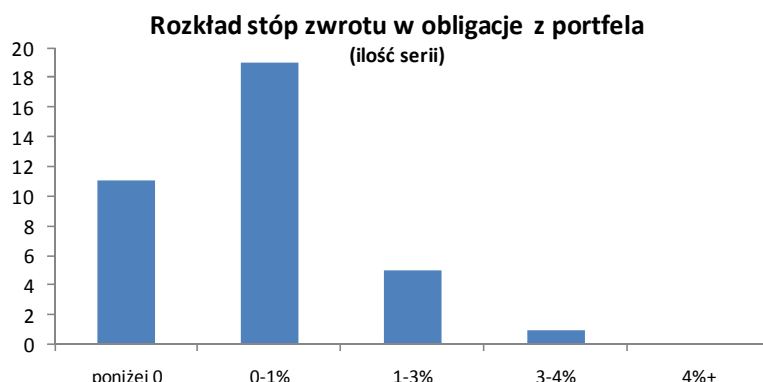
Źródło: Opracowanie DM BPS

Komentarz:

- Obligacje skarbowe wszystkich serii zachowały miejsce w naszym portfelu. Mimo spadków liczymy na wystąpienie fali wzrostowej jeszcze przed rozpoczęciem cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP, który najprawdopodobniej nie nastąpi w okresie najbliższych kilku miesięcy.
- Negatywnie wyróżniły się obligacje Banku BPS oby dwóch serii: BPS1122 oraz BPS0718, które odnotowały znaczące spadki ceny netto. W chwili obecnej są notowane zdecydowanie poniżej nominału, przedstawiając potencjał do wzrostów. Wartość rynkowa oby dwóch serii wynosi obecnie odpowiednio 96,90% oraz 95,00% wartości nominalnej.
- Niedostateczna płynność na obu wskazanych przez nas do sprzedaży seriach obligacji Kredyt Inkaso nie pozwoliła na wyjście z inwestycji. Ponieważ nic nie zapowiada poprawy wskaźników płynności w następnym okresie, utrzymamy papiery KRI0615 do czerwcowego terminu zapadalności. Po ich wykupie podejmiemy decyzję czy zasadna będzie kontynuacja próby sprzedaży KRI0916.
- Do wykupu zbliża się kilka serii obligacji – Robyg (ROB0615), PCC Rokita (PCR0615) oraz Kredyt Inkaso (KRI0615). Do tej pory na każdej z poniższych serii uzyskaliśmy satysfakcjonujące wyniki, przekraczające lub zbliżające się do 10,0% (narastająco).

Wynik na poszczególnych pozycjach w okresie:

3,88%	2,99%	1,50%	1,43%	1,40%
CAS1117	CAS1216	WZ0118	GNB0318	PBS1021
1,02%	0,94%	0,79%	0,78%	0,71%
KRU1116	MWT1115	PCR0419	KRI0615	KRI0916
0,71%	0,65%	0,63%	0,59%	0,58%
GNB0418	BST0516	ROB0616	PBS0720	CAS0515
0,55%	0,53%	0,46%	0,33%	0,33%
GNB0518	DOM0217	GNB0218	PKN0219	ING1217
0,33%	0,33%	0,31%	0,14%	0,07%
PGN0617	GPW0117	ENG1019	WZ0117	PS0417
-0,16%	-0,30%	-0,33%	-0,36%	-0,43%
PCR0615	ROB0615	PS0418	BRB0425	BOM0221
-0,93%	-1,78%	-2,01%	-2,66%	-2,77%
SBK1020	BPS1122	BSW0721	PRE0815	BPS0718
-3,84%				
DS1023				



Źródło: Opracowanie DM BPS

Źródło: Opracowanie DM BPS

Istotne wydarzenia:

- W ostatnim okresie najlepszą inwestycją w portfelu okazały się dwie serie obligacji **Casus Finanse** oraz seria obligacji **Getin Noble Banku**. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż pozytywny wynik obligacji GNB jest głównie rezultatem wzrostu ceny netto oraz narastających odsetek. Kurs pozostałych serii obligacji tego emitenta w dalszym ciągu ma problemy z wybiciem się z korytarza ustanowionego po spadkach związanych z problemami z kredytami frankowymi. Monitorujemy sytuację w oczekiwaniu na sygnały ku zatrzymaniu papierów w portfelu lub ich sprzedaży. Pozytywny wynik na obligacjach Casus Finanse serii **CAS1216** oraz **CAS1117** skłania nas do zwiększenia pozycji tego emitenta w naszym portfelu oraz rozważenia nabycia planowanej nowej serii tego emitenta.
- Pozytywnie na stopę zwrotu z portfela ostatnim okresie wpłynęły również obligacje **PBS Sanok** serii **PBS1021**, które wybiły się delikatnie z trendu spadkowego. W chwili obecnej są wciąż notowane poniżej nominału (97,87%), przedstawiając potencjał do dalszych wzrostów.
- Od końca maja do połowy czerwca trwają zapisy na nową publiczną emisję obligacji **Ghelamco**. Deweloper w wyniku emisji zamierza uzyskać łączną kwotę 50 mln PLN. Oferta skierowana jest zarówno do inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych. Czteroletnie obligacje oferowane są z marżą 4,0% ponad WIBOR 6M oraz dyskontem wobec ceny nominalnej. Obecnie na Catalyst notowanych jest łącznie 12 serii obligacji dewelopera o łącznej wartości 546,6 mln PLN oraz jedna w EUR (6,3 mln EUR). Ostatnia emisja miała miejsce w maju i była skierowana wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych z oprocentowaniem 4,5% ponad WIBOR 6M.
- Casus Finanse** zamierza w tym roku wyemitować obligacje o wartości 30 - 50 mln PLN. Obecnie na rynku notowane są dwie serie obligacji tego emitenta CAS1216 oraz CAS1117. Seria CAS0515, która posiadaliśmy w portfelu, została w ostatnim tygodniu maja wykupiona przez emitenta. Spółka nie podaje jeszcze warunków planowanej emisji należy jednak zwrócić uwagę, że dotychczasowe serie obligacji oprocentowane są na poziomie odpowiednio 4,95% oraz 5,2% ponad WIBOR 6M.

Nowe propozycja do portfela:

- Niezmiennie w obrębie naszego zainteresowania jest seria obligacji serii **CAS1216** oraz **CAS1117**. Uważamy, iż na podstawie ostatnich dostępnych sprawozdań finansowych (za rok 2013) oraz raportów bieżących spółka powinna także w najbliższym okresie utrzymywać stabilny, umiarkowanie wysoki wskaźnik WII (7/10). W chwili obecnej seria **CAS1216** notowana jest po nominale, co daje rentowność brutto na poziomie 7%. Jeżeli zostanie spełnione kryterium płynności w nadchodzącym miesiącu oraz obligacja będzie notowana po lub poniżej nominału to planujemy uzupełnić naszą pozycję w portfelu, tak jak wcześniej planowaliśmy, łącznie do poziomu 5 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1216** (przy wartości nominalnej 100 PLN) oraz do 5 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1117** (przy wartości nominalnej 1000 PLN). Będziemy również uważnie się przyglądać warunkom planowanej nowej emisji obligacji pod względem zwiększenia pozycji tego emitenta w naszym portfelu.

Załącznik 1. Płynność poszczególnych pozycji portfela (obroty w relacji do ilości obligacji w portfelu):

emitent	seria	wolumen obrotu w okresie	wolumen obrotu narastająco	ilość obligacji w portfelu	płynność w okresie	płynność narastająco
Getin	GNB0318	2 676	564 641	3 000	89%	18821%
Getin	GNB0218	1 147	60 935	500	229%	12187%
Bank BPS	BPS0718	2 209	56 270	671	329%	8386%
ING	ING1217	0	1 698	50	0%	3396%
Getin	GNB0418	1 125	12 717	500	225%	2543%
PGNiG	PGN0617	0	10 160	500	0%	2032%
Energa	ENG1019	0	10 147	500	0%	2029%
Getin	GNB0518	421	19 823	1 000	42%	1982%
BS Ostrów Maz.	BOM0221	205	10 731	1 000	21%	1073%
Bank BPS	BPS1122	1 877	205 082	21 696	9%	945%
MW Trade	MWT1115	5 784	10 032	1 100	526%	912%
Robyg	ROB0616	29	9 316	1 100	3%	847%
SK Bank	BSW0721	181	5 736	1 000	18%	574%
Kredyt Inkaso	KRI0615	0	9 215	2 000	0%	461%
PBS Sanok	PBS0720	60	10 923	2 500	2%	437%
SBK Kraków	SBK1020	229	8 724	2 068	11%	422%
PBS Sanok	PBS1021	5 629	84 779	23 000	24%	369%
PCC Rokita	PCR0615	901	42 792	15 000	6%	285%
Dom Development	DOM0217	0	1 350	500	0%	270%
GPW	GPW0117	33 598	104 537	50 000	67%	209%
Robyg	ROB0615	0	18 943	10 000	0%	189%
BEST	BST0516	9 609	20 353	14 870	65%	137%
PKN Orlen	PKN0219	0	55	50	0%	110%
Casus Finanse	CAS1216	582	582	582	100%	100%
Casus Finanse	CAS1117	30	30	30	100%	100%
Kruk	KRU1116	83	1 461	2 000	4%	73%
BS Biała Rawska	BRB0425	1	633	1 000	0%	63%
PCC Rokita	PCR0419	3 040	11 685	34 060	9%	34%
Kredyt Inkaso	KRI0916	0	76	1 000	0%	8%
PRESCO	PRE0815	0	10	500	0%	2%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Departament Analiz:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy
Dyrektor Departamentu Analiz
marcin.stebakow@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

Marta Czajkowska-Bałdyga – banki
marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 527

Tomasz Kania – usługi finansowe, deweloperzy, producenci maszyn górniczych
tomasz.kania@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Marek Straszak, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane
marek.straszak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 540

Marek Olewiecki, MPW – przemysł tworzyw sztucznych
marek.olewiecki@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 566

Dariusz Świniarski, MPW
dariusz.swiniarski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 528

Paweł Kosecki, MPW
pawel.kosecki@dmbps.pl
tel.: (22) 57 81 472

Analitycy techniczni:

Jacek Borawski, Sławomir Rudaś

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Majka, MPW
Wiceprezes Zarządu
piotr.majka@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 520

Krzysztof Solus, MPW
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej
krzysztof.solus@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 55

Jan Woźniak, MPW
jan.wozniak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW
artur.kobos@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 511

Bartosz Szaniawski
bartosz.szaniawski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 525

Departament Sprzedaży Detalicznej:

Beata Zbrzezna, MPW
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Detalicznej
beata.zbrzezna@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 544

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 522

Anna Pajkert
anna.pajkert@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 078

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii oraz wskaźników:

Altman EM score – wskaźnik Altmana dla rynków wschodzących, który jest miernikiem oceny kondycji finansowej spółki. Wzór: $6,56 \cdot x_1 + 3,26 \cdot x_2 + 6,72 \cdot x_3 + 1,05 \cdot x_4 + 3,25$

Benchmark – ze względu na strukturę portfela benchmark oparty jest w 85% na indeksie obligacji korporacyjnych (mBANK PCBI), a w 15% na indeksie obligacji skarbowych (TBSP).

C/I – czyli koszty do dochodów. Wskaźnik efektywności kosztowej liczony według wzoru: $(\text{koszty działania} + \text{amortyzacja}) \cdot 100\% / (\text{wynik na działalności bankowej} + \text{wynik z tytułu pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych})$

mBANK PCBI – indeks obligacji korporacyjnych.

Płynność w okresie i narastająco – relacja wolumenu obrotów do ilości obligacji w portfelu, czyli jaka część z posiadanych obligacji można było kupić/sprzedać na rynku w danym horyzoncie czasu.

TBSP – indeks obligacji skarbowych

YTM – rentowność w okresie do wykupu

WII = Wewnętrzny Indeks Inwestycyjny – wyliczony na podstawie 5 wskaźników, tj. Altman EM Score, dług netto/EBITDA, dług netto/kapitały własne, EBIT/koszty finansowe i zmianę EBIT. Dla banków obliczany jest na podstawie współczynnika wypłacalności, udziale kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem i relacji kosztów do dochodów banku. Maksymalna wartość wewnętrznego ratingu wynosi 10. Podwyższone ryzyko inwestycyjne występuje wówczas, gdy wskaźnik znajduje się poniżej 5, w przedziale 5-8 ryzyko jest umiarkowane, a powyżej tego poziomu ryzyko uznawane jest za niskie.

Współczynnik wypłacalności – stosunek kapitałów własnych do aktywów ważonych ryzykiem.

„Strategia obligacyjna” wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.). Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu. DM Banku BPS S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.